

虎牙直播 (HUYA) 2019 年中报点评

**推荐** (首次)

目标区间: 22.85~24.71 USD

当前价: 21.39 USD

## Q2 高 ARPPU 驱动营收增长, Q3 环比预期向上

### 事项:

- ❖ 公司 2019 年 8 月 14 日公布了 2019 年二季度财报, 2019 年 Q2 实现营收 20.10 亿元, 同比增长 93.6%; GAAP 净利润 1.22 亿元, 同比增长 105.73%; Non-GAAP 净利润 1.70 亿元, 同比增长 61.7%。

### 评论:

- ❖ 公司 Q2 实现营收 20.10 亿元, 同比增长 93.6%, 环比增长 23.2%。公司 Q2 毛利率 16.7%, 同比上升 0.7pp, 环比下降 0.1pp, 同比上升主要是系变现能力的增强、规模经济和带宽成本的优化带来。营业成本 16.75 亿元, 同比增长 92.07%, 环比增长 23.3%。归母净利润 (GAAP) 1.22 亿元, 同比增长 105.73%, 环比增长 91.9%; 归母净利润 (Non-GAAP) 1.70 亿元, 同比增长 61.7%, 环比下降 29.8%。
- ❖ 公司直播业务 Q2 录得收入 19.21 亿元, 同比增长 93.7%; 环比增长 23.8%。同比增长主要系粉丝节带来付费用户规模及 ARPPU 的增长。公司整体 MAU 14390 万, 同比增长 57.27%, 环比增长 16.24%, MAU 的增长主要系虎牙与游戏厂商的合作不断加深并深耕电竞细分赛道带来, 2019 年全平台 MAU 目标规模已经从 1.5 亿上调至 1.7 亿。付费用户数 490 万, 同比增长 44.12%, 环比下降 9.26%。付费率 8.77%, 同比增长 0.81pp, 环比下降 1.25pp, 环比下降主要系受到周期性因素的影响。ARPPU 为 392.1 元, 同比上升 34.41%, 环比上升 36.38%, 主要系粉丝节拉动。
- ❖ 公司广告业务 Q2 录得收入 0.89 亿元, 同比增长 91.3%, 环比 12.6%, 同比增长主要系游戏广告主需求增长、虎牙品牌名称在中国在线广告市场的认可度提高带来。8 月虎牙上线了全新的广告投放系统, 广告变现能力有望得到再次升级。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。我们预计市场集中度提升、游戏主播向秀场主播导流将会带来公司流水提升, Q3 预期获得环比持续增长。游戏主播合约期内绑定能力提升或将优化签约成本。公司盈利优化后现金流将不断增长, 助力公司海外直播业务大力发展。我们预计公司 19~21 年归母净利润分别为 4.61/8.62/13.18 亿人民币, EPADS 分别为 2.26/4.22/6.45 元人民币, P/E 分别为 67/36/23 倍。我们根据可比公司 P/S 倍数均值和中位数 4.40X、4.07X, 给予公司目标价区间: 160.61 元人民币 (22.85 USD) /ADS ~173.7 人民币 (24.71 USD) /ADS, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示: 行业监管收紧; 活跃用户增速放缓; 侵权事件发生; 直播平台付费率增长停滞; 头部主播流失; 内容成本增加。

### 主要财务指标 (人民币)

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,663	8,050	9,967	11,217
同比增速(%)	113.5%	72.6%	23.8%	12.5%
归母净利润(百万)	-1,938	461	862	1,318
同比增速(%)	-2293.15%	123.8%	86.9%	52.9%
每股盈利(元)	-12.26	2.26	4.22	6.45
市盈率(倍)	-12	67	36	23
市净率(倍)	5	5	4	4

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 08 月 14 日收盘价

### 华创证券研究所

**证券分析师: 李雨琪**

电话: 021-20572555

邮箱: liyuqi@hcyjs.com

执业编号: S0360519010001

**证券分析师: 潘文韬**

电话: 021-20572578

邮箱: panwentao@hcyjs.com

执业编号: S0360518070003

# 目 录

一、营收破 20 亿大关，同比增长 93.6%.....	4
二、MAU 同比增长 57.3%，粉丝节驱动高 ARPPU.....	5
三、全新广告投放系统上线，广告变现有望再升级.....	10
四、投资建议.....	10
五、风险提示.....	11

# 图表目录

图表 1	公司营收变化.....	4
图表 2	公司毛利变化.....	4
图表 3	三费率变化.....	5
图表 4	公司直播业务收入情况.....	6
图表 5	虎牙 MAU (万) .....	6
图表 6	斗鱼 MAU (万) .....	6
图表 7	虎牙付费情况.....	7
图表 8	斗鱼付费情况.....	7
图表 9	ARPPU 变化情况.....	7
图表 10	虎牙、斗鱼头部主播礼物价值 (亿元) .....	8
图表 11	虎牙、斗鱼头部主播收入占比 .....	8
图表 12	公司收入分成和内容成本.....	9
图表 13	公司带宽成本.....	9
图表 14	公司广告业务收入情况.....	10
图表 15	可比公司估值.....	10

## 一、营收破 20 亿大关，同比增长 93.6%

### 营收:

公司 Q2 实现营收 20.10 亿元，同比增长 93.6%，环比增长 23.2%。Q3 公司收入指引为 21.2 亿~22 亿。

- 直播业务：收入 19.21 亿元，同比增长 93.7%，环比增长 23.8%。同比增长主要由于付费用户人数及 ARPPU 的增长。
- 广告业务：收入 0.89 亿元，同比增长 91.3%，环比增长 12.6%。同比增长主要由于游戏广告主需求增长，虎牙品牌名称在中国在线广告市场的认可度越来越高。

图表 1 公司营收变化

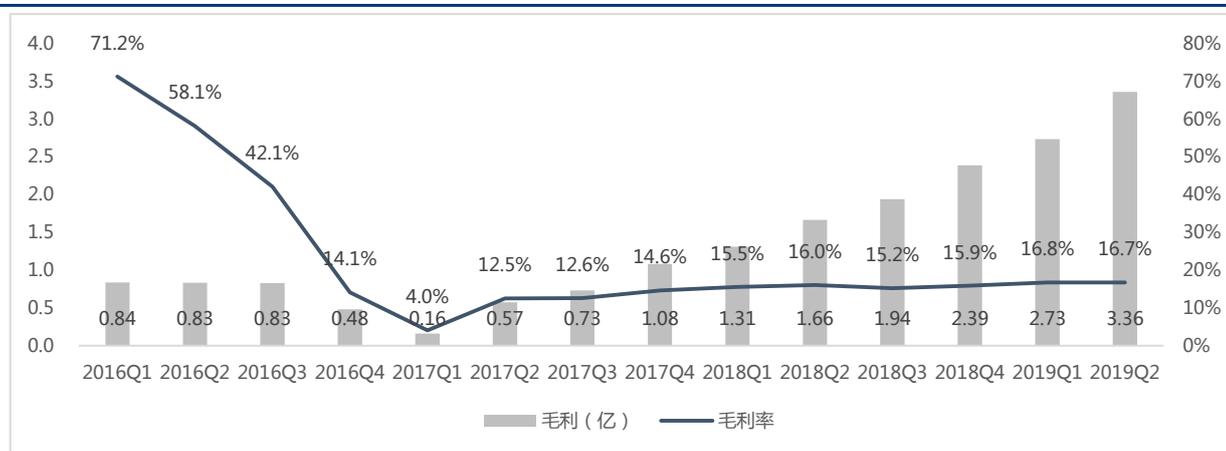


资料来源：公司公告，华创证券

### 成本:

- 公司 Q2 毛利率：16.7%，同比上升 0.7pp，环比下降 0.1pp，同比上升主要是系变现能力的增强、规模经济和带宽成本的优化带来。
- 营业成本 16.75 亿元，同比增长 92.07%，环比增长 23.3%。

图表 2 公司毛利变化

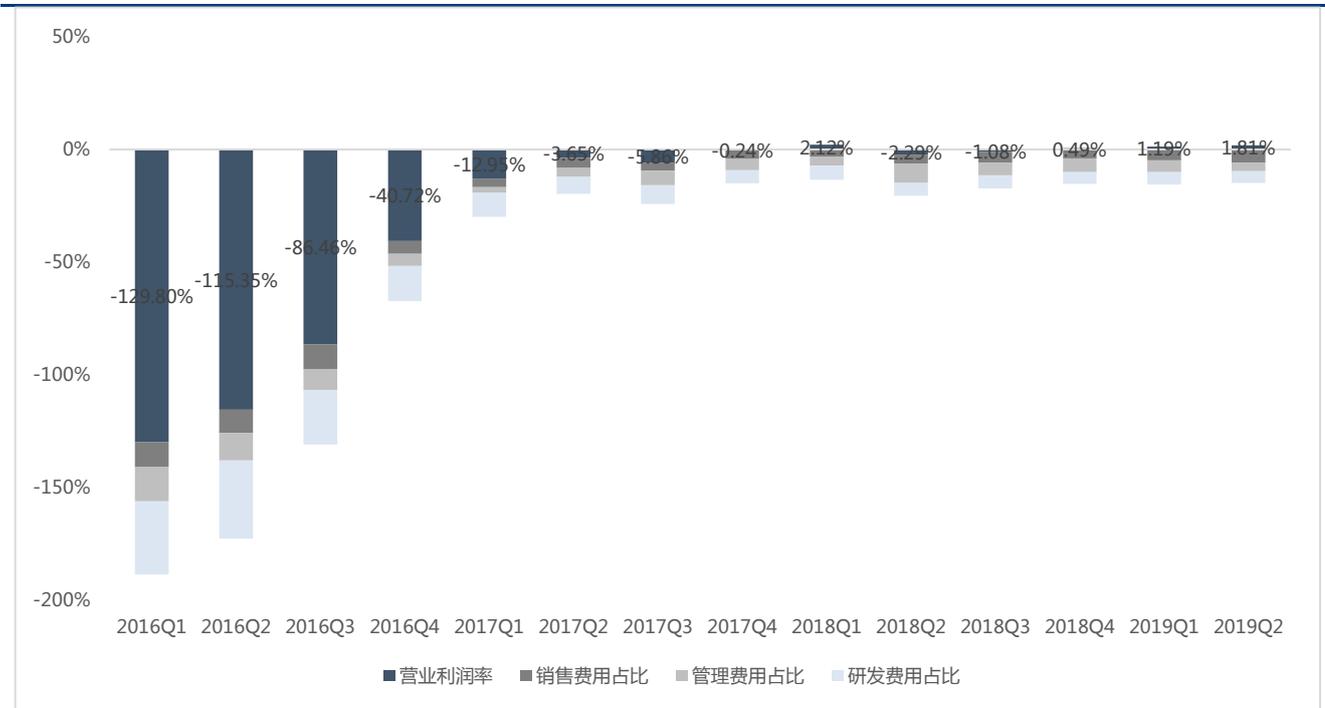


资料来源：公司公告，华创证券

费用:

- 研发费用: 1.05 亿元, 同比增长 75.8%, 环比增长 17.1%; 同比增长主要因为研发人员数量的增长以及与股权激励相关的补偿费用。
- 销售费用: 1.20 亿元, 同比增长 186.9%, 环比增长 53.0%; 同比增长主要因为海内外市场与公司产品及品牌知名度相关的渠道和营销费用增加, 包括电竞领域和市场渠道的营销费用。
- 一般及行政费用: 0.74 亿元, 同比下降 16.0%, 环比下降 13.4%; 同比下降主要因为与股权激励相关的费用下降, 并被管理人员的增长所部分抵消。

图表 3 三费率变化



资料来源: 公司公告, 华创证券

利润:

- 归母净利润 (GAAP) 1.22 亿元, 同比增长 105.73%, 环比增长 91.9%;
- 归母净利润 (Non-GAAP) 1.70 亿元, 同比增长 61.7%, 环比下降 29.8%;

二、MAU 同比增长 57.3%, 粉丝节驱动高 ARPPU

公司直播业务 Q2 录得收入 19.21 亿元, 同比增长 93.7%, 环比增长 23.8%。同比增长主要系粉丝节带来付费用户规模及 ARPPU 的增长。

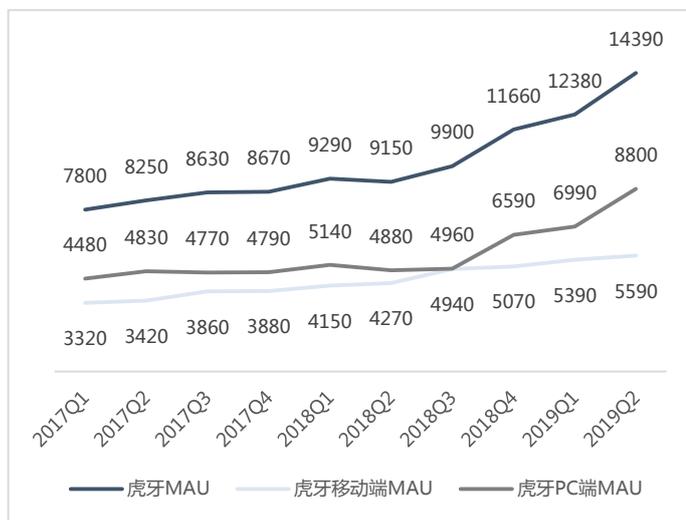
图表 4 公司直播业务收入情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

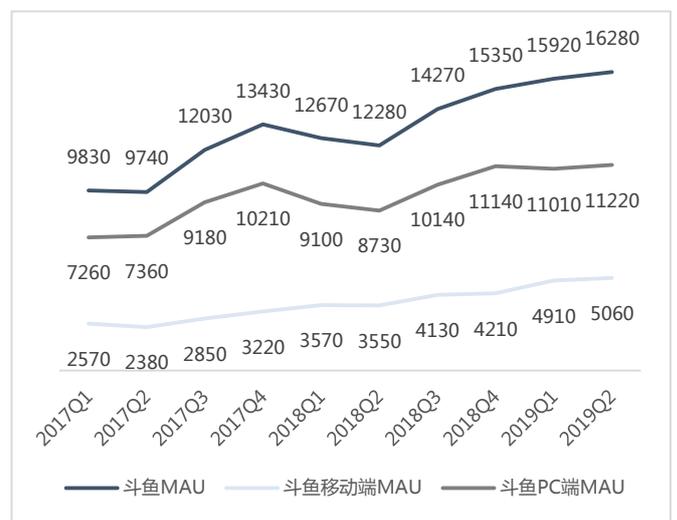
公司整体 MAU 14390 万, 同比增长 57.27%, 环比增长 16.24%; PC MAU 的增长主要系虎牙与游戏厂商的合作不断加深并深耕电竞细分赛道带来, 2019 年全平台 MAU 目标规模已经从 1.5 亿上调至 1.7 亿。公司 PC MAU 和移动 MAU 分化加剧, 但当前正在努力将 PC MAU 转化为移动 MAU。

图表 5 虎牙 MAU (万)



资料来源: 公司公告, 华创证券

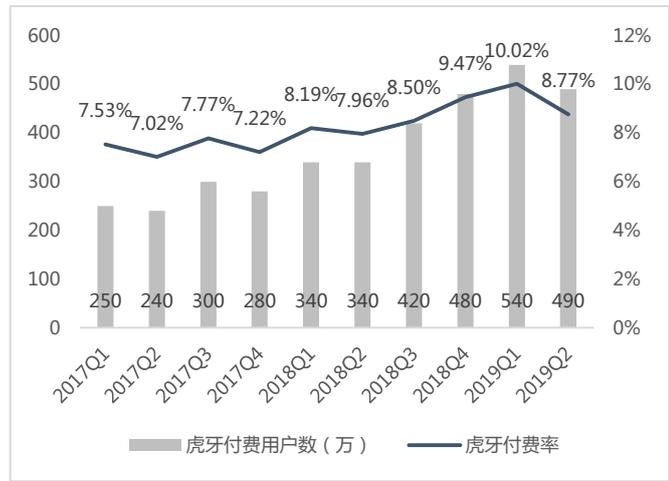
图表 6 斗鱼 MAU (万)



资料来源: 公司公告, 华创证券

付费用户数 490 万, 同比增长 44.12%, 环比下降 9.26%。付费率 8.77%, 同比增长 0.81pp, 环比下降 1.25pp。环比下降主要系受到周期性因素的影响, 受 Q1 春节档等因素的影响, Q2 通常是游戏直播付费的淡季。平均用户时长仍然保持恒定, 移动用户平均时长约为 100 分钟/每天。

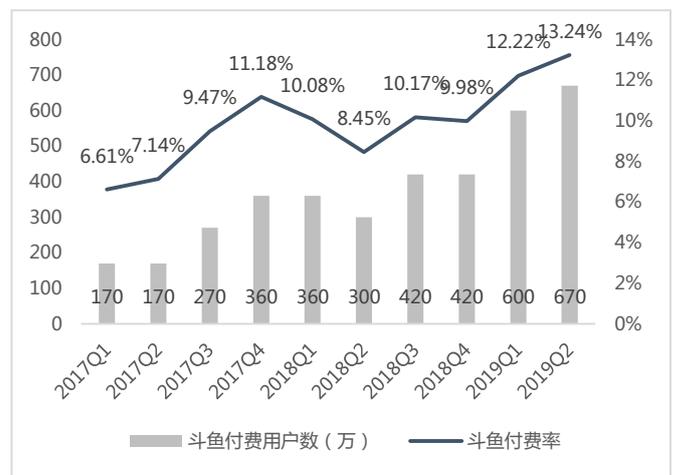
图表 7 虎牙付费情况



资料来源：公司公告，华创证券

付费率=付费用户数/移动端 MAU

图表 8 斗鱼付费情况

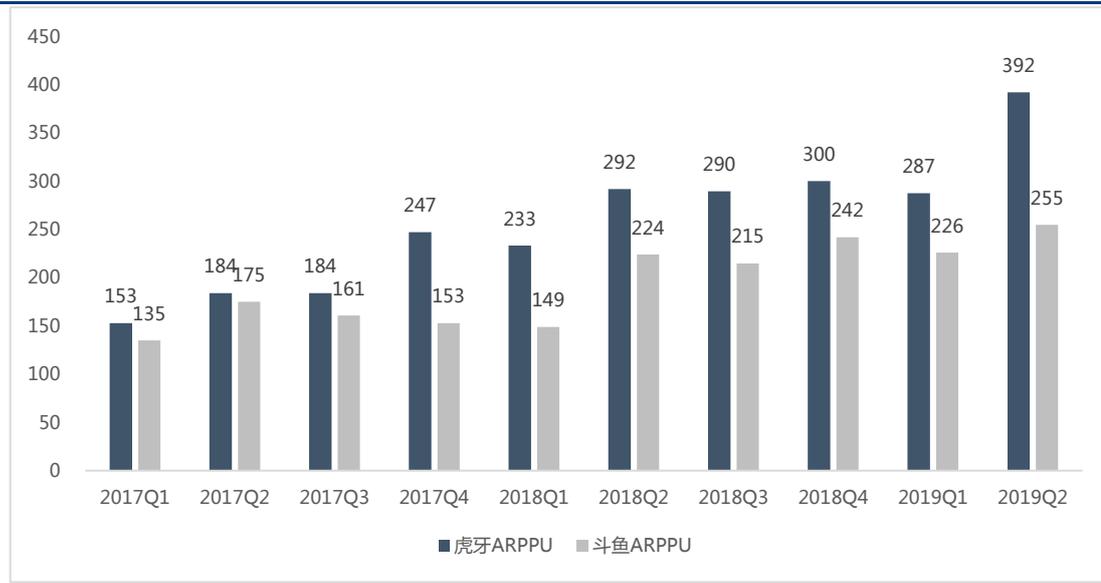


资料来源：公司公告，华创证券

付费率=付费用户数/移动端 MAU

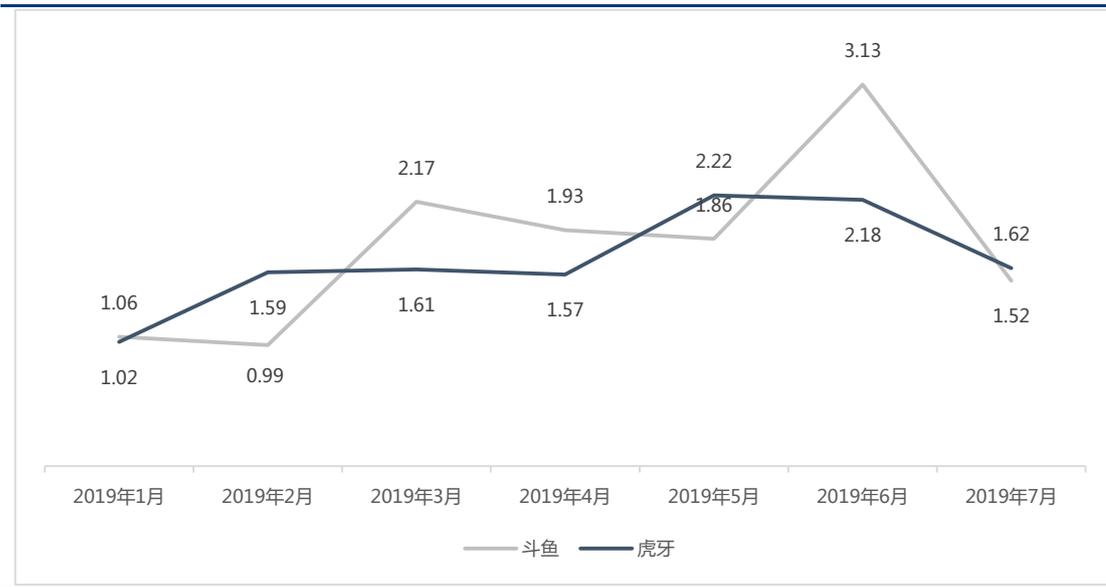
ARPPU 为 392.1 元，同比上升 34.41%，环比上升 36.38%。

图表 9 ARPPU 变化情况



资料来源：公司公告，华创证券

ARPPU 增长主要系粉丝节拉动。五月下旬虎牙举办“粉丝节”活动，当月头部主播流水环比上升 41.27%，top3 主播月流水更是罕见地突破千万量级。粉丝节比赛分为五大区、五阶段，并最终通过多个维度的指标来筛选出总冠军，获奖主播会获得定制粉丝见面会等丰厚奖励。据测算，头部主播活动期间一周流水占 5 月总流水的比例超四成。六月下旬，虎牙再一次推出了粉丝节活动，6 月流水得以维持在高水平。

**图表 10 虎牙、斗鱼头部主播礼物价值 (亿元)**


资料来源: 小葫芦, 华创证券

Q2 粉丝节活动大幅拉动头部主播流水, 使得头部主播贡献流水占比产生较大拉升。

**图表 11 虎牙、斗鱼头部主播收入占比**

	斗鱼	虎牙
2018Q4	36.07%	25.62%
2019Q1	31.09%	27.16%
2019Q2	40.52%	31.09%

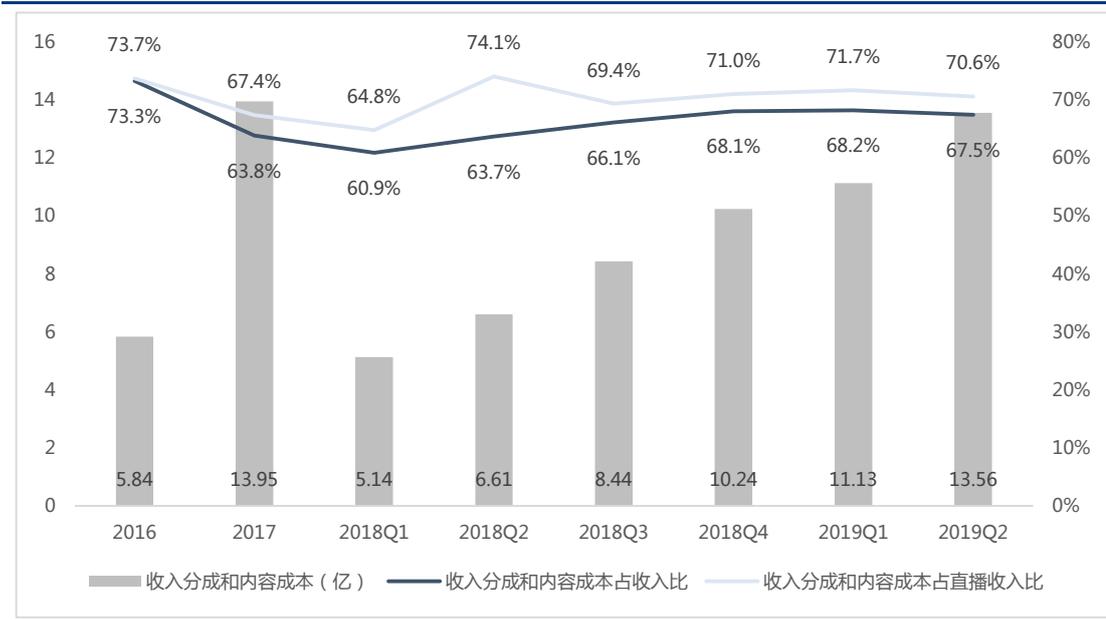
资料来源: 公司公告, 华创证券

成本拆分:

- 其中收入分成和内容成本为 13.56 亿元, 同比增长 105.08%, 环比增长 21.82%, 主要是因为与直播业务增长相匹配的分成以及公司在电竞内容、海内外市场的持续投入。

收入分成和内容成本占收入的比例为 67.5%, 同比上升 3.8pp, 环比下降 0.7pp; 占直播收入的比例为 70.6%, 同比下降 3.5pp, 环比下降 1.1pp。2019H2 的赛事成本基本已在 H1 计提, 或在一定程度减缓了下半年成本压力。

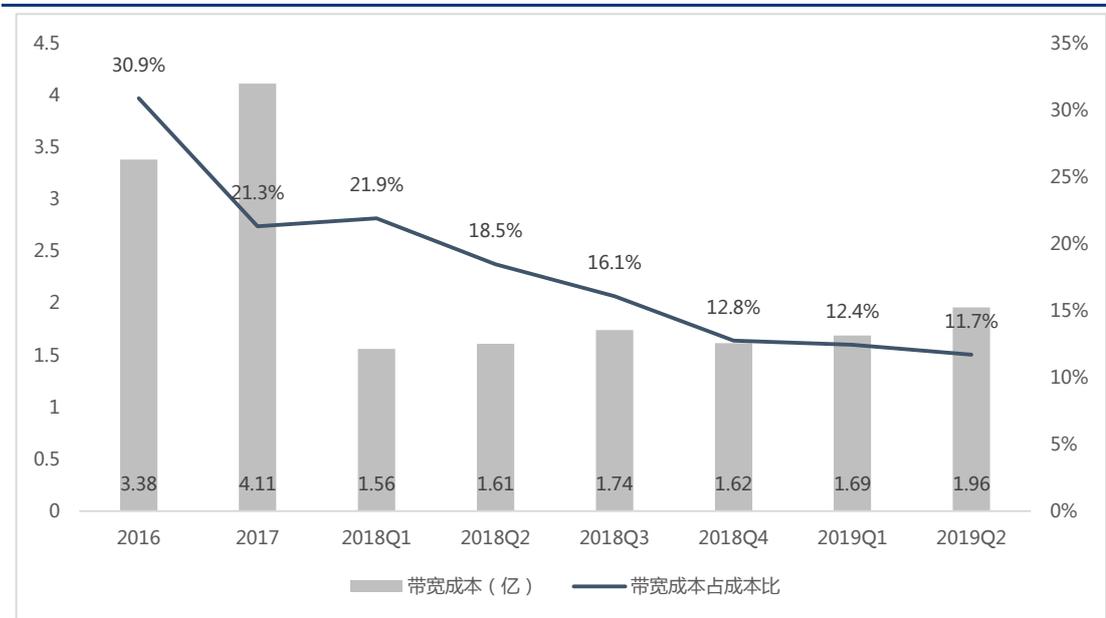
图表 12 公司收入分成和内容成本



资料来源: 公司公告, 华创证券

- 带宽成本 1.96 亿, 同比增长 21.74%, 环比增长 15.98%, 主要是因为用户增长及直播画面质量的改善, 并被带宽使用效率的提升所部分抵消。带宽成本占成本的比重为 11.7pp, 同比下降 6.8pp, 环比下降 0.7pp。2018 年底, 虎牙与阿里云落地“边缘计算节点服务标准”, 具有低延时、中心带宽成本低等特点, 提升了主播和用户的体验。技术层面领先地位明显, 我们预测未来虎牙带宽效率会继续保持优势。

图表 13 公司带宽成本



资料来源: 公司公告, 华创证券

公司出海战略有序推进, 出海产品 Nimo TV MAU 已经达到 1500 万, 主要覆盖东南亚和拉美市场, 与包括腾讯在内的游戏厂商进行合作, 目前已成为了巴西等国的第一游戏直播平台。

电竞赛道方面, 电竞市场渗透率实现逐步提升, 2019Q2 虎牙举办了 95 项电竞赛事, 包括英雄联盟职业联赛 (LPL)、

王者荣耀职业联赛 (KPL) 等, 观众总数已经突破 6.2 亿人次, 自办赛事观众人次 7200 万。随着国家对电竞赛事的支持, 行业前景十分乐观, 且直播是电竞赛事播放最主要的渠道, 电竞有望成为公司业务新的增长引擎。

研发方面, 4 月与中国电信签订 5G 合作备忘录, 在珠江完成 “5G+天翼云+4K” 高清户外直播试验, 成为了国内首家拥抱 5G 技术的直播平台。

### 三、全新广告投放系统上线, 广告变现有望再升级

公司 Q2 广告业务收入 0.89 亿元, 同比增长 91.3%, 环比增长 12.6%。同比增长主要系游戏广告主需求增长、虎牙品牌名称在中国在线广告市场的认可度提高带来。广告业务占营收的比重为 4.43%, 同比下降 0.05pp, 环比下降 0.42pp。广告收入中有 60% 来自游戏广告主, 主要得益于电竞直播及自办赛事, 后期虎牙将继续与包括腾讯在内的游戏厂商深化合作。8 月虎牙上线了全新的广告投放系统, 提供了常规资源位外更加丰富的广告形式 (如进场广告、直播定时广告等), 且此次更新是精准投放、竞价排名等手段首次综合出现在直播平台的广告系统中, 预期虎牙广告变现能力有望得到再次升级。

图表 14 公司广告业务收入情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

### 四、投资建议

我们预计市场集中度提升、游戏主播向秀场主播导流将会带来公司流水提升, Q3 预期获得环比持续增长。游戏主播合约期内绑定能力提升或将优化签约成本。公司盈利优化后现金流将不断增长, 助力公司海外直播业务大力发展。我们预计公司 19~21 年归母净利润分别为 4.61/8.62/13.18 亿人民币, EPADS 分别为 2.26/4.22/6.45 元人民币, P/E 分别为 67/36/23 倍。我们根据可比公司 P/S 倍数均值和中位数 4.40X、4.07X, 给予公司目标价区间: 160.61 元人民币 (22.85 USD) /ADS ~173.7 人民币 (24.71 USD) /ADS, 首次覆盖, 给予 “推荐” 评级。

图表 15 可比公司估值

代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值	市销率	企业价值 /EBITDA(倍)
				TTM	19E	20E				
均值	均值	5644482.24	2609658.81	34.30	-23.67	2.616	1.38	5746838.50	4.402	-86.42
中位值	中位值	3050552.94	2272143.86	48.21	12.17	20.26	3.74	3267716.96	4.07	12.62
TME.N	腾讯音乐	15819983.53	2970627.69	77.26	40.62	28.94	3.78	15819983.53	7.19	--

<b>MOMO.O</b>	陌陌	4558897.66	3675428.49	19.15	14.71	10.89	4.16	4558897.66	3.17	14.01
<b>BILLO</b>	哔哩哔哩	3026516.58	2197616.79	--	-28.48	-70.94	4.32	3036516.58	6.55	-350.93
<b>YY.O</b>	欢聚时代	2959063.31	2346670.94	6.48	9.63	11.57	0.88	3460844.61	1.75	12.62
<b>DOYU.O</b>	斗鱼	1857950.13	1857950.13	--	-154.83	32.62	-6.22	1857950.13	3.35	-21.39

资料来源: Wind, 华创证券

## 五、风险提示

行业监管收紧; 活跃用户增速放缓; 侵权事件发生; 直播平台付费率增长停滞; 头部主播流失; 内容成本增加。

**附录：财务预测表 (人民币)**
**资产负债表**

单位: 百万 RMB	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	709	847	1666	3117
应收款项合计	590	1019	1262	1420
存货	0	0	0	0
其他流动资产	12	13	14	16
流动资产合计	6,595	7163	8226	9837
固定资产净值	87	143	182	209
权益性投资	204	224	246	271
其他长期投资	16	17	18	19
商誉及无形资产	52	136	195	237
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	152	167	184	202
非流动资产合计	511	687	825	938
<b>资产合计</b>	<b>7,106</b>	<b>7851</b>	<b>9051</b>	<b>10775</b>
应交税金	0	0	0	0
短期借贷及长期借				
贷当期到期部分	0	0	0	0
其他流动负债	1,371	1645	1975	2369
流动负债合计	1,380	1656	1986	2382
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	81	89	98	107
非流动负债合计	81	89	98	107
<b>负债合计</b>	<b>1,461</b>	<b>1744</b>	<b>2083</b>	<b>2489</b>
归属母公司所有者权益	5,645	6106	6968	8286
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,645</b>	<b>6106</b>	<b>6968</b>	<b>8286</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,106</b>	<b>7851</b>	<b>9051</b>	<b>10775</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>717</b>	<b>82</b>	<b>712</b>	<b>1282</b>
净利润	-1,938	461	862	1318
折旧与摊销	35	42	84	113
营运资本变动	274	-421	-234	-149
其他非现金调整	2,346	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,567</b>	<b>-218</b>	<b>-222</b>	<b>-226</b>
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0
资本性支出	127	183	183	183
投资减少	2,349	2584	2842	3127
其他投资活动产生的现金流量净额	0	-15	-17	-18
<b>融资活动现金流</b>	<b>4,127</b>	<b>274</b>	<b>329</b>	<b>395</b>
债务增加	0	0	0	0
股本增加	4,127	0	0	0
支付的股利合计	0	0	0	0
其他筹资活动产生的现金流量净额	0	274	329	395

**利润表**

单位: 百万 RMB	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>4,663</b>	<b>8050</b>	<b>9967</b>	<b>11217</b>
主营业务收入	4,663	8050	9967	11217
其他营业收入	0	0	0	0
<b>营业总支出</b>	<b>4,676</b>	<b>7817</b>	<b>9348</b>	<b>10278</b>
营业成本	3,934	6589	7813	8551
营业开支	742	1229	1535	1727
<b>营业利润</b>	<b>-12</b>	<b>232</b>	<b>619</b>	<b>939</b>
净利息支出	-157	-128	-152	-300
权益性投资损益	113	113	113	113
其他非经营性损益	-2,246	0	0	0
<b>非经常项目前利润</b>	<b>-1,989</b>	<b>473</b>	<b>885</b>	<b>1352</b>
非经常项目损益	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	<b>-1,989</b>	<b>473</b>	<b>885</b>	<b>1352</b>
所得税	-51	12	23	35
少数股东损益	0	0	0	0
<b>持续经营净利润</b>	<b>-1,938</b>	<b>461</b>	<b>862</b>	<b>1318</b>
非持续经营净利润	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>-1,938</b>	<b>461</b>	<b>862</b>	<b>1318</b>
优先股利及其他调整项	569	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>-2,506</b>	<b>461</b>	<b>862</b>	<b>1318</b>
EPS (摊薄)	-12.26	2.26	4.22	6.45

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	113.4%	72.6%	23.8%	12.5%
归属普通股股东净利润增长率	2386.2%	-118.4%	86.9%	52.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.6%	18.2%	21.6%	23.8%
净利率	-53.7%	5.7%	8.6%	11.7%
ROE	-80.7%	7.8%	13.2%	17.3%
ROA	-59.6%	6.2%	10.2%	13.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.6%	22.2%	23.0%	23.1%
流动比率	477.8%	432.7%	414.3%	413.0%
速动比率	477.8%	432.7%	414.3%	413.0%
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-12.26	2.26	4.22	6.45
每股经营现金流	3.51	0.40	3.48	6.27
每股净资产	27.61	29.87	34.09	40.53
<b>估值比率</b>				
P/E	-12	67	36	23
P/B	5	5	4	4

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

## 传媒组团队介绍

### 组长、分析师：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017 年加入华创证券研究所。

### 分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016 年加入华创证券研究所。

### 分析师：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500